

2014年7月28日 全14頁

日米株式市場の相違点

株式市場構造と取引手法

金融調査部 兼 パブリック・ポリシー・チーム
研究員 太田珠美

[要約]

- 日本株式市場は米国の制度を参考にしながらも、独自の発展を遂げており、現在は市場構造や取引手法について相違点が多くみられる。日本では制度改革等の際に米国を参考にすることが少なくないが、その際、両国間にどのような相違があるのか理解しておくことが、議論を効率的に進めるにあたって重要であろう。
- 日本は取引執行が東京証券取引所に集中しているのに対し、米国では国法証券取引所や店頭市場（ATSを含む）に広く分裂している。一方、非上場証券取引特権が認められていることやNMS（National Market System）により、分散している市場が1つの市場のように機能していることが特徴的である。
- 日本と異なり、米国はスペシャリストやマーケット・メイカーといった流動性供給者が存在する。流動性が供給されることは市場参加者にとっては良いことであるが、メイカー・テイカー手数料の存在が価格形成を歪めている可能性など、問題も指摘されている。また、2001年に呼値単位が縮小され、相対的にマーケット・メイカーが収益を挙げにくくなっており、流動性が低い銘柄には取引インセンティブが働かなくなっているとの指摘もある。中小型株の売買活性化のため、試験的に呼値単位を拡大する動きもみられる。

日・米株式市場の相違点

世界各国で取引所の合従連衡が進む中、日本でも 2013 年 1 月に日本取引所グループが誕生した。日本取引所グループは“新しい日本株市場の創造”に向け、「JPX 金融資本市場ワークショップからの提言～魅力ある我が国金融資本市場の創出に向けて～」の公表（2013 年 12 月）、新たな株価指数「JPX 日経インデックス 400」の開発（2014 年 1 月から算出開始）、呼値単位の見直し（2014 年 1 月から段階的に実施）、取引時間帯の検討（2014 年 2 月に研究会立ち上げ）、arrowhead のリニューアル（2015 年 9 月予定）など、様々な取組みを行っている。

こういった取組みを含め、株式市場の制度を見直すにあたっては海外の事例、特に時価総額や売買代金などにおいて世界で最も規模が大きい米国の株式市場を参考にすることが少なくない。そもそも、1948 年に制定された日本の旧証券取引法¹は米国の 1933 年証券法および 1934 年証券取引所法を参考にしている。ただし、日本と米国の株式市場はそれぞれ独自の発展を遂げており、相違点も多くみられる。株式市場の制度を変更しようとする際、議論を効率的に進めるにあたってはそういった相違点を適切に理解しておくことが重要であり、本稿では、市場構造と取引手法に着目し、日米株式市場間の相違点を整理する。

1. 市場構造

（1）証券取引所

株式の売買は取引所を介して執行されるものと、取引所外で執行されるものがある。日本の場合、株式の売買を行う取引所は金融商品取引法に基づき、内閣総理大臣の免許を受けた金融商品取引所でなければならない。米国の場合は証券取引所法に基づき、証券取引委員会（SEC：Securities and Exchange Commission）の登録を受けた国法証券取引所（national securities exchanges）がこれに該当する（図表 1）。そのうち、証券を取扱う取引所は、日本に 4 取引所（東京、名古屋、札幌、福岡証券取引所）、米国に 13 取引所（NYSE：New York Stock Exchange/ニューヨーク証券取引所、Nasdaq：The Nasdaq Stock Market/ナスダック市場、BATS Exchange、Chicago Stock Exchange など）が存在する²。

¹ 2006 年に改正され、金融商品取引法に引き継がれている。

² 日米いずれも、デリバティブ取引を専門に取り扱う取引所、商品取引所を除外した数値。米国 13 取引所は図表 1 の 16 の米国国法証券取引所のうち、BOX Options Exchange、Chicago Board Options Exchange、C2 Options Exchange の 3 つを除いたもの。なお、ナスダック市場は旧全米証券業協会（NASD）が運営する店頭市場としてスタートしたことから名前に「Exchange」は入っていないが、2006 年に国法証券取引所の登録を行っており、現在は証券取引所である。

図表 1 証券取引所の日米比較

	日本	米国
名称	金融商品取引所	国法証券取引所 (national securities exchanges)
取引所になるための手続き	内閣総理大臣の免許 (根拠法 金融商品取引法)	証券取引委員会 (SEC : Securities and Exchange Commission) への登録 (根拠法 証券取引所法)
取引所一覧	東京証券取引所 大阪取引所 名古屋証券取引所 札幌証券取引所 福岡証券取引所 東京金融取引所	New York Stock Exchange NYSE Arca NYSE MKT The Nasdaq Stock Market NASDAQ OMX PHLX NASDAQ OMX BX BATS Exchange BATS Y-Exchange Chicago Stock Exchange National Stock Exchange International Securities Exchange BOX Options Exchange Chicago Board Options Exchange C2 Options Exchange EDGA Exchange EDGX Exchange
所管官庁	金融庁・証券取引等監視委員会	証券取引委員会

(注) 本稿執筆時点。米国では証券先物商品 (securities futures product) に関する規制が SEC と商品先物取引委員会 (CFTC : Commodity Futures Trading Commission) の共管となっていることから、商品取引所も証券先物商品の取引に関する限りで国法証券取引所として登録することとなっているが (日経平均先物で有名な CME (Chicago Mercantile Exchange) などが該当する)、本表からは除外している。

(出所) 各種資料より大和総研作成

米国の取引所は合従連衡が進んでおり、13 取引所あるといっても、資本関係で分類すると 10 取引所は 3 つのグループに集約される。①ICE (NYSE、NYSE Arca、NYSE MKT)、②NASDAQ OMX (Nasdaq、NASDAQ OMX PHLX、NASDAQ OMX BX)、③BATS Global Markets (BATS Exchange、BATS Y-Exchange、EDGA Exchange、EDGX Exchange) である。これらの証券取引所が全て同じような業務を行っているわけではなく、例えば ICE 傘下の 3 取引所の場合、一定規模を超える企業が上場するのは NYSE、相対的に小さい企業が上場するのは NYSE MKT³、ETP (Exchange Traded Product)⁴の取

³ 例えば税引き前利益の水準に関しては、NYSE は過去 3 年間の合計が \$10mil 以上必要だが、NYSE MKT は直近の

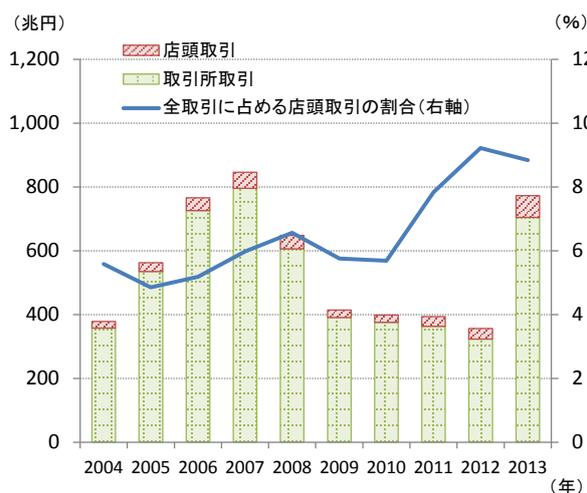
扱いは NYSE Arca が中心になって行っており、それぞれ役割分担がなされている。また、NYSE は今でこそ電子化が進んでいるが、2000 年代前半まではフロア取引（フロアトレーダーやフロアブローカーによる手動取引）が中心であったことから、電子取引ネットワーク（ECN：Electronic Communications Networks）を提供していたアーキペラゴが前身の NYSE Arca が、電子取引に強みを持つ取引所として投資家の取引高度化に対応する役割を担っている⁵。

（2）店頭取引

投資家や証券会社が取引所を介さずに株式を売買する取引を店頭（取引所外）取引といい、証券会社内で行う顧客注文同士の（もしくは自己が相手方となる）付け合せや、私設取引システム（詳細は後述）を通じた取引などが該当する。

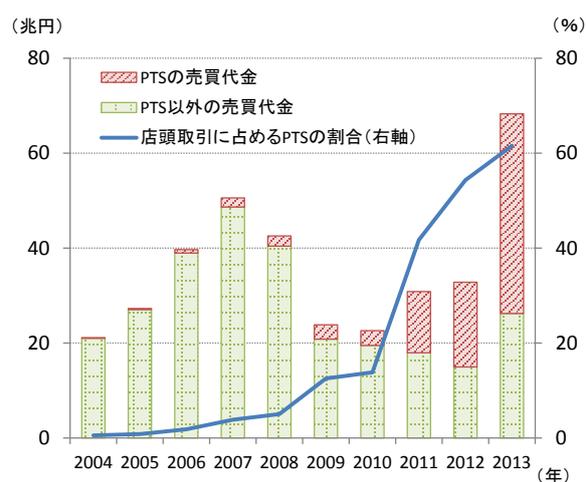
日本の場合、自主規制団体である日本証券業協会において取扱い規則を定めており、その規則に従って取扱いが行われている。全取引の 1 割にも満たないが、近年は私設取引システム（PTS：Proprietary Trading System）の売買が拡大している（図表 2、3）。

図表 2 日本における取引所取引・店頭取引の年間売買代金の推移



（出所）日本証券業協会より大和総研作成

図表 3 日本における店頭取引の年間売買代金の内訳（PTS 取引とそれ以外）



（注）PTS の売買代金と PTS 以外の売買代金合計が図表 2 の店頭取引の値になる。

（出所）日本証券業協会より大和総研作成

非上場株式について証券会社が投資家に投資勧誘を行うことは、日本証券業協会規則により原則禁止されている。ただし、①投資勧誘を行うに足るとして一定の要件を満たした有価証券（店頭取扱有価証券）であること、②証券会社が日本証券業協会に届出を行うこと、③届出を行

会計年度で\$750,000 あればよい。また、流通株式の価値も NYSE が\$40mil 必要なのに対し、NYSE MKT は\$20mil あれば足りる（NYSE MKT は上場基準が 4 つあり、税引き前利益が\$750,000 もしくは流通株式の価値が\$20mil 以上はその一部を例示したものである）。

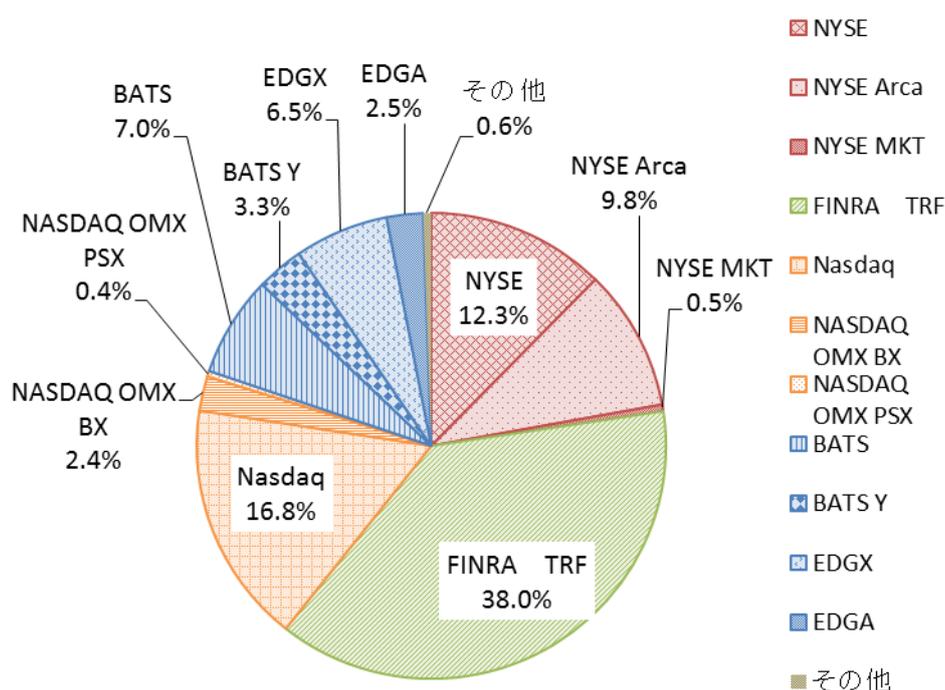
⁴ ETF（上場投資信託）や ETN（上場投資証券）など。

⁵ NYSE はフロア（手動）取引が中心であったが、レギュレーション NMS（2005 年施行）により人手を介した取引がトレードスルー（他市場に最良気配があるのを無視して自市場で執行すること）禁止の例外となったことから電子取引の拡張の必要性が高まり、アーキペラゴの買収に至ったと言われている。

った証券会社が継続的に売り気配・買い気配を提示すること、の3点を満たしていれば、店頭取引を行うことができる。この店頭取引は「グリーンシート銘柄制度」および「フェニックス銘柄制度」に区分される⁶。なお、平成26年5月23日に成立した金融商品取引法の改正を受け、非上場株式の取引制度は今後大幅な見直しが予定されている⁷。

一方、米国においても店頭取引は自主規制団体のFINRA（Financial Industry Regulatory Authority）が規制を設けており、ブローカーやディーラーが行った取引は基本的にFINRAに報告することが義務付けられている。米国では店頭取引が活発であり、3分の1以上が店頭取引で売買されている（図表4、FINRA TRFの部分が店頭取引である）。

図表4 米国証券取引所の売買高のシェア（2014年6月の1日平均売買高）



（注）全米中の国法証券取引所に上場している銘柄の出来高のうち、どの市場で何%の取引が執行されたかを計算したもの。

（出所）Bloombergより大和総研作成

非上場株式については米国ではFINRAが運営する「The OTC Bulletin Board(OTCBB)」とOTC Market Group, Inc.が運営する「OTC Link LLC(OTC Link)」で取引されている。OTCBBは非上場銘柄を専門に取り扱うが、OTC Linkはマーケット・メイカーが値段を提示する掲示板のようなものであり、非上場株式の売買だけでなく、上場株式の売買にも利用されている。また、OTC Linkは、企業規模や開示において一定の基準を満たすOTCQX市場、法廷継続開示を行っている銘柄

⁶ 以前のグリーンシート銘柄は成長性が期待される「エマージング」、金融商品取引所で上場廃止となった銘柄のうち株主のために流通性を確保する必要があると判断された「フェニックス（2008年3月31日で廃止）」、どちらにも該当しない「リージョナル（2005年4月1日で廃止）」の3つに区分されていた。現在は「エマージング銘柄」、「オーディナリー銘柄」、「投信・SPC」の3つに区分されている。2008年4月よりフェニックス銘柄制度が創設され、上場廃止銘柄の換金機会が提供されている。

⁷ 堀内（2014）を参照。

が属する OTCQB 市場、それ以外の銘柄が属する OTC Pink 市場の 3 つの市場を設けている。

図表 5 非上場株式が取引される店頭取引の日米比較

	日本	米国
店頭取引 市場	グリーンシート制度 フェニックス制度	The OTC Bulletin Board(OTCBB) OTC Link LLC(OTC Link)
運営	日本証券業協会	OTCBB : FINRA OTC Link : OTC Market Group, Inc.
取扱い 銘柄	グリーンシート : 35 銘柄 フェニックス : 2 銘柄 (いずれも 2014 年 6 月末時点)	OTCBB : 761 銘柄 (2014 年 6 月の 1 日平均) OTC Link : 9,898 銘柄 (2014 年 5 月末時点)
取扱い 証券会社	グリーンシート銘柄 : 9 社 フェニックス銘柄 : 1 社	OTCBB : 51 社 (2014 年 6 月の 1 日平均) OTC Link : 80 社 (2014 年 7 月 8 日時点)

(注) 本稿執筆時点。米国に関しては株式以外（優先証券や債券など）の上場も含まれている。また、OTC Link の取扱い銘柄には上場証券も含まれている。

(出所) 各種資料より大和総研作成

店頭取引の一形態に私設取引システムがある。これは証券会社などが運営する電子取引システムを通じて、取引所のように有価証券の取引ができる仕組みである。私設取引システムは、日本では PTS、米国では ATS (Alternative Trading System) と呼ばれている。日米共に、私設取引システムの運営はあくまで取引の場（売買システム）の提供であり、そこで取引される有価証券自体は証券取引所の審査を経て上場しているものである。私設取引システムを運営する業者には自主規制機能がないことから、それらの業者が上場審査を行うことは認められていない。

日本で PTS を運営する場合、第一種金融商品取引業（旧証券取引法でいう証券業）の登録を行ったうえで、内閣総理大臣の認可を受けて行うことになる。証券会社が行う業務の一部として位置付けられている⁸。米国では ATS を証券取引所の機能の一部を持つものとして SEC に国法証券取引所として登録することを原則としつつ、登録しなくてもよい条件を定めることで、ブローカー・ディーラー登録のまま ATS 業務ができる仕組みとなっている。ブローカー・ディーラー登録のまま ATS を行う業者は、レギュレーション ATS に則って業務を行うことになる。

⁸ ただし、1 社の PTS による取引高が証券取引所も含めた総取引高の一定以上の割合に達した場合、その PTS 業者は金融商品取引所の免許を取得する必要がある。

図表6 私設取引システムの日米比較

	日本	米国
私設取引システム (PTS/ATS)を運営 するための手続き	第一種金融商品取引業の登録 +内閣総理大臣の認可	① SECに取引所登録する。 ② ブローカー・ディーラー登録のま ま(レギュレーション ATS)
PTS/ATS業者数	2社 SBI ジャパンネクスト証券 チャイェックス・ジャパン	43社(2014年6月6日時点) Barclays capital Inc. Credit Suisse Securities(USA) LLC Goldman Sachs Execution & clearing, L.P. Instiet, LLC 他

(注) 本稿執筆時点。

(出所) 各種資料より大和総研作成

(3) 米国の非上場証券取引特権と全米市場システム

米国では過去に市場分裂の是非が議論され、結果として取引の場を単一としてそこにすべての需給を集中させるのではなく、取引の場を複数に分散させ互いに競争させることで、イノベーションを促進させる道を選んできた⁹。その中で整備されてきた特徴的な制度として、非上場証券取引特権(Unlisted Trading Privileges)が認められていること、全米市場システム(NMS: National Market System)により複数の市場が1つの市場であるかのように機能する仕組みが構築されていることが挙げられる。

① 非上場証券取引特権

非上場証券取引特権とは国法証券取引所であれば、他の国法証券取引所に上場している証券を自らが審査せずとも取扱うことができるという制度である。米国において主要企業が上場するのはNYSEとNasdaqにほぼ二分されており、上場企業数はNYSEが1,867社、Nasdaqが2,637社となっている¹⁰。一方で、これらの株式の売買は必ずしも上場しているそれぞれの証券取引所で行われているわけではなく、NYSEやNasdaqの売買シェアは前掲図表4のとおり、それぞれ全体の2割程度を占めるに過ぎない。

この非上場証券取引特権は日本にはない制度であり、日本では上場先でしかその株式は売買できない(店頭取引を除く)。具体的には、東京証券取引所(以下、東証)に上場している株式を、他の証券取引所が(発行体からの申請および自らの審査なしに)取扱うことはできない。発行体からすれば、1つの証券取引所に上場するごとに上場維持費が発生するため、近年では重

⁹ 清水(2013a)

¹⁰ NYSEは2014年7月8日時点、Nasdaqは2013年末時点。

複上場している発行体はごくわずかである¹¹。

② 全米証券市場システム (NMS)

NMS とは「アメリカの主要株式市場を緩やかに連結し、各市場間での競争を喚起して、より効率的な株式市場を目指すというコンセプト、あるいはこの仕組みの総称」¹²である。具体的には、各市場の取引情報を統合する CTS (Consolidated Tape System)、各市場の最良気配を統合する CQS (Consolidated Quote System)、より良い気配を表示している市場へ注文を回送する ITS (Intermarket Trading System) により、複数の市場が提示している気配の中で、より良い気配を表示している市場に注文を回送する仕組みである¹³。

日本の証券取引所はそれぞれの取引の場が独立しており、例えば東証に株式の発注をした場合、その注文は東証の中でのみ有効であり、例え同じ銘柄が名古屋証券取引所（以下、名証）に上場しており、より良い気配が表示されていたとしても、東証から注文が回送されることはない（名証で取引したい場合は、東証に出している注文を取り消した上で、名証に注文を出し直す必要がある）¹⁴。日本では市場が全て独立しているのに対し、米国では複数の市場が接続されており、投資家から見れば1つの市場のように機能しているのである。

2. 取引手法

(1) 取引時間と価格の決定

日本の証券取引所の通常取引は 9:00-11:30、12:30-15:00 で、オークション方式で取引される。米国と異なり、スペシャリスト¹⁵やマーケット・メイカーのように流動性を供給する義務を負う業者は存在しない。取引の原則としては第一に価格優先であり、同じ価格であれば時間優先¹⁶となる。通常取引時間外の立会外取引を行う場として ToSTNeT 市場があり、立会売買では円滑な執行が困難である大口取引やバスケット取引等に対応するための場として利用されている¹⁷。なお、PTS に関しては特に時間の制限はなく、夜間取引を行うことが可能である。また、価格の決定に関してもオークション方式だけでなく、マーケット・メイク方式を採るこ

¹¹ 従来、東京証券取引所と旧大阪証券取引所に重複上場している企業が多かったが、両証券取引所の現物市場が合併したため、重複上場している企業は全上場企業のうちの1割に満たない。

¹² 吉川 (2013)

¹³ ITS はレギュレーション NMS の導入と同時 (2007 年) に仕組みが変更されており、ITS に集約して回送するのではなく、それぞれの市場を個別に接続し (private linkage)、専門の業者が注文回送を行う仕組みに変更されている。

¹⁴ 日本ではそれぞれの市場ごとに証券会社が取引参加資格を取得する必要がある。東証と名証、PTS など複数の市場で売却可能な株式であっても、証券会社が取引参加資格を持つ市場にしか発注できない、ということが起り得る。

¹⁵ 証券取引所の指定する銘柄について、流動性や価格の持続性を確保するため、プロカーと自己勘定による取引を行う業者のこと。

¹⁶ 時間優先の原則の例外として、午前立会と午後立会の取引開始時や売買中断後の最初の約定値段を決める約定については、すべての注文が同時に発注されたものとみなす (同時呼び値)。

¹⁷ 取引の種類としては①単一銘柄取引 (VWAP ギャランティー取引、VWAP ターゲット取引を含む)、②バスケット取引、③終値取引、④自己株式立会外買付取引、の4つがある。詳細は東証ウェブサイト (URL: <http://www.tse.or.jp/rules/stock/tost/>) を参照。

とも可能である。

米国では通常取引時間を 9:30-16:00 と定めているが、証券取引所によっては Pre-Market Trading や After-Hours Trading を実施しており、例えば Nasdaq は 4 時から 20 時まで、BATS は 8 時から 17 時まで取引が可能である¹⁸。米国には 4 つの時間帯（東部・中部・山岳部・西部）があるが、株式市場は東部時間が基準となっている。東部との時差が最も大きい西部（3 時間の時差）では、通常取引時間が 6:30-13:00 ということになる。

価格の決定方法は市場ごとに異なり、オークション方式とマーケット・メイク方式が併存している。例えば NYSE は基本的にオークション方式だが、スペシャリストと呼ばれるディーラーが流動性を供給するためにマーケット・メイクを行っている。Nasdaq はマーケット・メイク方式である。

図表 7 取引時間と価格決定方法の日米比較

	日本	米国
証券取引所の取引時間	証券取引所共通 午前立会（前場）9:00-11:30 午後立会（後場）12:30-15:00 東証 ToSTNeT（単一銘柄取引） 8:20-17:30	証券取引所共通 9:30-16:00 NYSE Crossing Session 16:00-18:30 NYSE Arca Pre-Market Trading 4:00-9:30 After-Hours Trading 16:00-20:00 Nasdaq Pre-Market Trading 4:00-9:30 After-Hours Trading 16:00-20:00 ※全て東部時間。
売買価格の決定方法	オークション方式	オークション方式 マーケット・メイク方式

（注）米国の取引時間については主要な証券取引所のみを記載。NYSE の Crossing Session はバスケット注文などのクロス取引を行うもの。

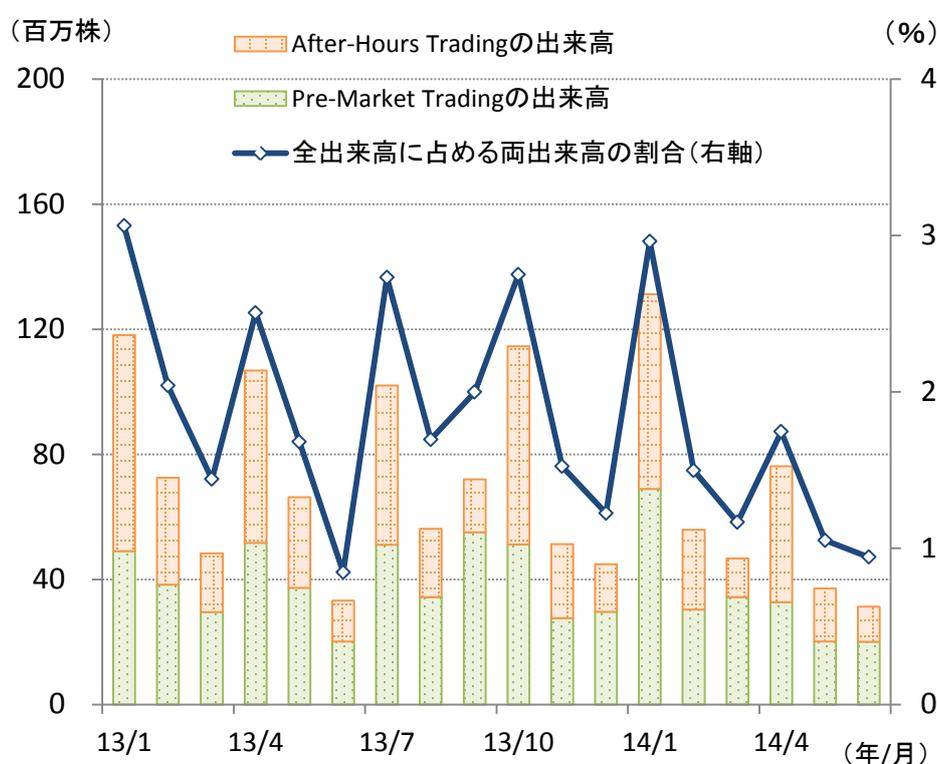
（出所）各種資料より大和総研作成

報道によれば、米国の Pre-Market Trading は欧米の投資家を意識して行われているものであり、米国国内の投資家による取引はあまり多くないという。Pre-Market Trading・After-Hours Trading のいずれも、利用の中心は機関投資家とみられ、SEC が 2011 年に投資家向けに公表し

¹⁸ 証券取引所や ATS 業者によって取引時間は異なる。NYSE は通常取引しか行っていないが、NYSE Arca が Pre-Market Trading・After-Hours Trading（NYSE Arca では Extended Hours という表記）を実施している。なお、Pre-Market Trading・After-Hours Trading は通常取引と取扱い銘柄が異なる場合があり、全ての上場銘柄が取引可能というわけではない。複数の市場で売買が行われるため、約定価格がそれぞれの市場に存在することになるが、米国全体における「終値」は、16:00 時点の株価として CTA（Consolidated Tape Association）が提示する価格である。

た注意喚起文書の中にも「時間外取引（Pre-Market Trading・After-Hours Trading）のトレーダーの多くは、通常、個人投資家より多くの情報にアクセスするプロであることに留意すべきである」という一文がある。通常取引に比べると流動性が低下するため、注文が約定しないことも珍しくないようである。株価の変動が大きいため、指値注文(Limited order)しか受け付けないブローカーも多いという。図表8はナスダック100構成銘柄の出来高のうち、Nasdaqで取引が執行された分を集計したものであるが、Pre-Market Trading・After-Hours Tradingを合わせても、全出来高の3%にも満たない水準であり、活発に取引が行われているとは言えない。しかし、1月・4月・7月・10月といった主要企業の決算発表が集中する月に出来高が増加しており、企業の決算内容を基に時間外取引を行うニーズはわずかながらあるようだ。

図表8 ナスダック100構成銘柄の時間外取引の状況



(注) 集計対象はナスダック100構成銘柄で、ナスダック市場で執行されたもの。

(出所) Bloombergより大和総研作成

(2) 売買単位・呼値単位

株価は1株の価格であるが、実際の取引は1株単位で行われるとは限らず、100株ずつ、もしくは1000株ずつでない取引できない株式もある。日本ではこの売買単位のことを1単位と呼ぶ。日本の場合、原則として1単位あたりの株数は、発行会社が自ら決定することになっているが、市場参加者からすると、売買単位が銘柄ごとに異なるのはわかりづらい。そのため、東証は継続的に売買単位の集約を発行会社に働きかけており、従来8種類(2,000株、1,000株、500株、200株、100株、50株、10株、1株)あった単元を2014年4月から100株もしくは1,000

株の2種類にほぼ集約した。将来的には100株に統一することを目指しており、2014年7月1日時点で既に全上場会社のうち68.0%が100株単位を選択しているとのことである。日本では単元株取引が前提であり、単元未満株が発生した場合は証券取引所で売買することはできず、証券会社などを通じて発行体が買い取ることが一般的である。

日本の呼値単位は株価水準により異なり、株価が高くなればなるほど、呼値単位も大きくなるよう設定されている(図表9)。以前の証券取引所の最少呼値単位は1円であったが、PTSが1円未満の呼値単位を設定していたことなどを背景に、2014年7月以降、東証においてもTOPIX100の採用銘柄について、0.1円単位を導入した。呼値単位が小さくなれば、取引コストが抑えられ、また注文値段を細かく指定できるというメリットがある。

図表9 東証の呼値単位一覧

株価の水準	TOPIX100の構成銘柄	その他の銘柄
1,000円以下	0.1円	1円
1,000円超～3,000円以下	0.5円	1円
3,000円〃～5,000円〃	0.5円	5円
5,000円〃～10,000円〃	1円	10円
10,000円〃～30,000円〃	5円	10円
30,000円〃～50,000円〃	5円	50円
50,000円〃～100,000円〃	10円	100円
100,000円〃～300,000円〃	50円	100円
300,000円〃～500,000円〃	50円	500円
500,000円〃～1,000,000円〃	100円	1,000円
1,000,000円〃～3,000,000円〃	500円	1,000円
3,000,000円〃～5,000,000円〃	500円	5,000円
5,000,000円〃～10,000,000円〃	1,000円	10,000円
10,000,000円〃～30,000,000円〃	5,000円	10,000円
30,000,000円〃～50,000,000円〃	5,000円	50,000円
50,000,000円超	10,000円	100,000円

(注) 2014年7月22日より適用されているもの。2015年央に再度見直しが行われる予定。

(出所) 東京証券取引所より大和総研作成

米国の取引単位は一般的に100株単位であるが、証券取引所ごとにルールを設定することが可能となっている。日本と異なり、米国では1-99株の単元未満株(Odd-lot)も市場を通じて行うことが可能であり、例えばグーグルのように100株で購入すると10万ドルを超えるような値嵩株については、取引の半分以上が単元未満株だという¹⁹。

米国の呼値単位は株価にかかわらず1セントである。2001年に1/16ドル(6.25セント)から1セントに引き下げられたのだが、近年では中小型株について呼値単位の拡大が検討されて

¹⁹ REUTERS社「UPDATE 1-Odd-lot trades add 3 pct volume to consolidated tape」(2013年12月)より。

いる。基本的には呼値単位が小さければ取引コストを抑えられるので、呼値単位の縮小は投資家にとって望ましいことである。しかし、マーケット・メイカーにとっては売買スプレッドの縮小は収益性の低下につながり、とりわけ流動性の低い銘柄の取引インセンティブが失われる²⁰。流動性の乏しい中小型株の売買活性化を図るため、SECは2014年6月25日付で国法証券取引所およびFINRAに対し、小型株の呼値単位拡大に関する試験運用について通知を行った²¹。時価総額が50億ドル以下かつ日中の平均売買高が100万株以下、1株当たりの株価が2ドル以上の約300銘柄を対象に、呼値単位を1セントから5セントに拡大するものであり、試験期間は約1年である。

(3) 最良執行方針

日本の証券会社には「最良執行方針」の策定と公表が求められており、顧客から受けた注文を最良の条件で執行するため、各社ごとに方針を定めている。最良執行義務は価格だけでなく、取引コストや約定の可能性、取引のスピード等を勘案する必要がある。日本においては上場企業数に関しても、売買代金に関しても、東証が圧倒的な地位を確立しているため、結果的に東証に注文が集まることになる。他市場に有利な気配が提示されていたとしても、それだけを以て最良の条件とは言えないということである²²。

米国の場合、NMSの仕組みにより、注文は最良気配が提示されている市場に回送される。他市場で最良気配が出ているのを無視して注文を執行することは禁止されており（トレードスルーの禁止）、「アメリカでは、市場仲介者が最良執行義務を負っているだけにとどまらず、市場側も市場間をまたいだ指値注文保護という形をとって、ある意味で共同で最良価格での執行責任を背負っている」²³ことになる。注文が回送される仕組みがあるため、日本ほど流動性などを意識する必要がないのである。

ただし、米国のこの制度では全米市場の中で最良気配を出さなければ取引が成立しない（他市場に注文が回送されてしまう）ことになる。証券取引所やATS業者からすると、手数料収入を得るためには自市場で取引が執行される必要がある。自市場に取引を呼び込むため、米国では証券取引所（もしくはATS業者）が価格を提示（メイク）したトレーダーに対しリベートを支払い、その価格に応答（テイク）したトレーダーからテイカー・フィーを徴収する、メイカー・テイカー手数料という仕組みがある。支払ったリベートと、受け取ったテイカー・フィーの差額が証券取引所やATS業者の利益となる仕組みである。この仕組みは流動性の向上に寄与しているとされる一方で、マーケット・メイカーにとって手数料が最も有利になる市場に取引

²⁰ 清水（2013b）

²¹ 2014年8月25日までに各証券取引所およびFINRAは試験運用の計画書をSECに提出することになっている。詳細はSEC Announces Order for Tick Size Pilot Plan（2014年6月25日付）を参照。（URL：<http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370542172819>）

²² 具体例として、例えば、A社株を10,000株買いたいという時に、B市場で1,000円の売り気配、C市場で999円の売り気配があるとする。価格だけみればC市場の方が有利である。しかし、B市場では10,000株買えるが、C市場では1,000株分しか買えずその次の気配は1,000円と1,001円でそれぞれ2,000株ずつしか買えない、というような状況であった場合、自らの発注で価格が上がってしまう。価格変動のリスクを考慮すると、前者で10,000株買ってしまった方が有利である可能性がある。

²³ 清水（2013a）

が集まるなど、取引や市場の価格形成を歪めている可能性を指摘する声もあり、報道によれば SEC は手数料制度の見直しを検討している模様である。近年米国において店頭取引が増加したのは、このメイカー・テイカー手数料を回避するための動きとして、手数料が低廉なダーク・プールの利用を増やしたり、証券会社による店内化（Internalization）を増やした結果ではないかという指摘もある²⁴。

3. おわりに

本稿では株式市場の構造と取引手法に焦点をあて、日米の相違点を整理した。アメリカは市場間競争を促進しつつ、複数存在する市場を非上場証券取引特権や NMS により仮想的に 1 つの市場のように機能させることで、より効率的な株式市場を目指してきた。日本は発行市場も流通市場も東証に集中しており、米国の株式市場構造とは全く異なる。米国のようにスペシャリストやマーケット・メイカーといった流動性供給者がいない点も大きな相違点と言えるだろう。

そもそも米国で市場の分裂が進んだ背景としては、例えば 1960 年代から 1970 年代にかけて割高な証券取引所の手数料を避けるため、機関投資家が取引所外取引に流出したことや、1990 年代に取引の電子化が進み、迅速かつ低いコストで取引可能なシステムを提供する ATS に取引が流出したことなどが挙げられる。言い方を変えれば、過去、投資家のニーズに合った金融サービスを提供する業者が証券取引所の外に現れ、その都度、規制の枠組みを修正（拡大）していった結果が、今の NMS の仕組みを生み出したとも言える。

日本の株式市場はそのほとんどの機能が東証に集約されており、非常にシンプルな市場構造である。日本の証券取引所はそもそもコスト（場口銭や決済コスト）が海外と比較して低水準であり、電子化への取組みも積極的に行ってきた。投資家が東証以外の市場を利用するインセンティブが生まれにくい構造であり、また東証以上に迅速かつ低コストで取引可能な市場を提供するには高度なシステムを備え、かつ多くの規制に対応する必要があることから、新規参入しようという業者が現れにくい環境であったともいえる。

現在の日米株式市場構造は大きく異なっている。米国の株式市場に関する制度・仕組みを参考にする際は、前提となる株式市場構造の違いを理解しておくことが必要であろう。

参考文献

大墳剛士（2014）「米国市場の複雑性と HFT を巡る議論」（JPX ワーキング・ペーパー 特別レポート（2014 年 7 月））

http://www.jpx.co.jp/general-information/research-study/ncd3se00000006ht-att/JPX_WP_

²⁴ 大墳（2014）

[SP.pdf](#)

金融庁金融研究研修センター（2009）「研究会報告書 金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題」（金融庁金融研究研修センター DP2009-4（2009年7月））

<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/01.pdf>

志馬祥紀（2013）「独自性を発揮する NYSE Arca 取引所～米国で拡大する ETP 市場の開拓者～」（『証研レポート』1676号（2013年2月）pp34-46.）

http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1676/1676_04.pdf

清水葉子（2012）「高頻度取引をめぐる規制動向」（『証研レポート』1671号（2012年4月）pp. 57-67）

http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1671/1671_04.pdf

清水葉子（2013a）「HFT、PTS、ダークプールの諸外国における動向～欧米での証券市場間の競争や技術革新に関する考察～」（金融庁金融研究センターDP2013-2 2013年5月）

<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/01.pdf>

清水葉子（2013b）「アメリカのティックサイズ拡大議論」（『証券レポート』1679号（2013年8月）pp. 38-47）

http://www.jsri.or.jp/publish/report/pdf/1679/1679_03.pdf

福田徹（2014）「ニューヨーク証券取引所上場銘柄における取引市場の分散化と取引コスト—実証研究を行った論文を長期間にわたってサーベイする—」（『証券経済研究』第85号（2014年3月）pp. 1-18）

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/85/85_01.pdf

堀内勇世（2014）「非上場株式の取引制度等に関する日証協報告」（2014年7月）

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20140701_008713.pdf

松原弘（2012）「執行市場多様化の波—市場分断指標にみる世界の現状—」（宇野淳・大崎貞和編『証券市場のグランドデザイン』中央経済社（2012年12月）pp115-130）

吉川真裕（2013）「第6章 株式流通市場 全米市場システム（NMS）」『図説 アメリカの証券市場 2013年版』（日本証券経済研究所（2013年3月）pp96-119）